

**JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT
FRANKFURT AM MAIN**

FACHBEREICH WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN

Patrick Behr / André Güttler / Thomas Kiehlborn*

**Der deutsche Hypothekenbankenmarkt:
Ergebnisse einer empirischen Untersuchung**

**No. 113
September 2003**



WORKING PAPER SERIES: FINANCE & ACCOUNTING

Patrick Behr / André Güttler / Thomas Kiehlborn*

**Der deutsche Hypothekenbankenmarkt:
Ergebnisse einer empirischen Untersuchung**

**No. 113
September 2003**

ISSN 1434 - 3401

Das vorliegende Working Paper ist eine erweiterte Fassung der Artikel „Hypothekenbanken: Die Zukunft liegt im Firmenkundengeschäft“ (erschieden in „Die Bank“, Heft 8/2003) und „Internationalisierungsstrategien deutscher Hypothekenbanken: Die Zukunft liegt im Ausland“ (erscheint in „Immobilien & Finanzierung“).

*Patrick Behr ist ebenso wie Thomas Kiehlborn wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Wilhelm Merton-Professur für Internationales Bank- und Finanzwesen an der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt. André Güttler ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bankbetriebslehre an der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt.

WORKING PAPER SERIES FINANCE AND ACCOUNTING IS INTENDED TO MAKE RESEARCH FINDINGS AVAILABLE TO OTHER RESEARCHERS IN PRELIMINARY FORM, TO ENCOURAGE DISCUSSION AND SUGGESTIONS FOR REVISION BEFORE FINAL PUBLICATION. OPINIONS ARE SOLELY THOSE OF THE AUTHORS.

**Der deutsche Hypothekenbankenmarkt:
Ergebnisse einer empirischen Untersuchung**

**The German mortgage banking market:
Results of an empirical study**

Abstract:

The corporate client segment as well as the presence in the international market places for commercial real estate lending and for the financing of public sector institutions will considerably gain in importance for German mortgage banks until the year 2007 – a key result of a research project of the Goethe University Frankfurt. German mortgage banks will expand their business relationships to corporate clients in the next five years both qualitatively and geographically. Real Estate Investment Banking and the international expansion are on top of mortgage banks' strategic agenda.

Das Firmenkundensegment und die Präsenz auf den internationalen Märkten für gewerblichen Hypothekarkredit und der Finanzierung öffentlicher Haushalte gewinnen für die deutschen Hypothekenbanken bis zum Jahr 2007 erheblich an Bedeutung, so das Ergebnis eines Forschungsprojekts der Goethe-Universität Frankfurt. Die Immobilienfinanziers werden ihre Geschäftsbeziehungen zu Unternehmen in den nächsten fünf Jahren sowohl qualitativ als auch räumlich ausbauen. Real Estate Investment Banking und Expansion ins Ausland stehen auf der strategischen Agenda der Hypothekenbanken ganz oben.

1 Einleitung

Die Entwicklungen im Wettbewerbsumfeld deutscher Hypothekenbanken, welche durch rückläufige Profitabilität, Ratingherabstufungen und Konsolidierungsdruck gekennzeichnet ist, sowie auf gesetzlich-regulatorischer Ebene durch die HBG-Novelle innerhalb des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes und dem Ampelmodell zur Offenlegung der Zinsrisiken beschleunigen die Neuausrichtung der Marktteilnehmer. Dieser Prozess ist noch längst nicht abgeschlossen. Ein vom Schwerpunkt Finance der Goethe-Universität Frankfurt durchgeführtes Forschungsprojekt ergab, dass ein Großteil der befragten Hypothekenbanken sich zukünftig auf das Firmenkundengeschäft fokussieren will.

Deutsche Hypothekenbanken werden darüber hinaus verstärkt auf den internationalen Märkten für gewerblichen Hypothekarkredit und der Finanzierung öffentlicher Haushalte auftreten. Der deutsche Heimatmarkt hat für Hypothekenbanken aufgrund erodierender Margen und einer verschärften Konkurrenzsituation an Attraktivität verloren. So sind beispielsweise die durchschnittlichen Eigenkapitalrenditen deutscher Hypothekenbanken von 1999 bis 2001 um mehr als 30% gesunken. Es besteht die Gefahr, dass sich dieser Trend in den kommenden Jahren fortsetzen wird. Um sich davon abzukoppeln, plant ein großer Teil der Hypothekenbanken, verstärkt ins Ausland zu expandieren. Diese Hypothekenbanken sehen sich mit der strategischen Frage konfrontiert, wie die weitere Expansion ins Ausland gestaltet werden soll.

Diese strategischen Überlegungen sind durchaus nicht verwunderlich, da insbesondere im durch hohe Kreditvolumina, hohe Beratungsintensität und geringem Standardisierungspotenzial gekennzeichneten Firmenkundengeschäft höhere Margen als im Privatkunden- und im Staatskreditgeschäft erzielbar sind. Unter diesem Gesichtspunkt gibt dieses Working Paper Aufschluss über drei wesentliche Bereiche im Hypotheken-Banking: Die Erfolgsfaktoren der Wertschaffung im Firmenkundengeschäft, das Real Estate Investment Banking sowie die Expansion in attraktive Auslandsmärkte.

2. Entwicklungen in der Marktstruktur und Implikationen

2.1. Fokussierte Geschäftstätigkeiten deutscher Hypothekenbanken

Innerhalb des deutschen 3-Säulen-Bankensystems nehmen die Hypothekenbanken eine spezielle Rolle wahr. Als Mitglied des privaten Bankensektors sind sie ein bedeutender Vertreter der Spezialbankinstitute, wobei aufgrund historischer Tatbestände sowohl reine als auch gemischte Hypothekenbanken als Marktteilnehmer auftreten. Reine Hypothekenbanken unterliegen neben dem Kreditwesengesetz (KWG) einer Spezialgesetzgebung, dem vor über 100 Jahren eingeführten Hypothekenbankengesetz (HBG), welches ihren aktiv- und passivseitigen Aktionsradius stark beschränkt und sie gegenüber anderen Kreditinstituten einer weitaus strengeren Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterwirft.

Auf der Aktivseite dürfen sich Hypothekenbanken gemäß §1 HBG in den folgenden zwei Hauptgeschäftsfeldern betätigen:

- Ausgabe von Hypothekarkrediten mittels der Beleihung inländischer Grundstücke und des Erwerbs von Hypotheken und
- Ausgabe von Kommunaldarlehen an inländische Körperschaften und Anstalten des öffentlichen Rechts oder Gewährung von Darlehen gegen Übernahme der vollen Gewährleistung durch eine solche Körperschaft oder Anstalt.

Über diese zwei Hauptgeschäfte hinaus sind Hypothekenbanken zur Erbringung weiterer Nebengeschäfte befugt. Hierzu zählen u.a. die grenzüberschreitende Ausgabe von Hypothekarkrediten und Kommunaldarlehen an enumerativ aufgeführte ausländische Kreditnehmer, die Gewährung nachrangiger Darlehen sowie die Verwendung frei verfügbarer Mittel.

In einer alternativen, näher an der Praxis orientierten Klassifizierung können die Aktivitäten von Hypothekenbanken in vier, nur bedingt voneinander abgrenzbare, Geschäftsfelder unterteilt werden. Unterscheidet man nach dem Grad der Standardisierung der erbrachten Leistung, der Intensität der notwendigen Beratung sowie der Art des Ertrags – Zins oder Provision –, ergibt sich die folgende, im Rahmen dieses Papers verwendete Klassifikation der Geschäftsaktivitäten von Hypothekenbanken: Unter dem Privat- bzw. Retailkundengeschäft subsumieren wir die Vergabe von Hypothekendarlehen bis zu einer Höhe von 500.000 Euro an Privatkunden zum Zweck des privaten Wohnungsbaus. In dieses durch eine relativ niedrige Beratungsintensität gekennzeich-

nete, zinsgetriebene Massengeschäft fällt z.B. die Erstellung oder der Erwerb von Eigentumswohnungen sowie Ein- und Mehrfamilienhäusern. Innerhalb des gewerblichen Firmenkundengeschäfts erfolgt eine Vergabe von Hypothekendarlehen für gewerblich genutzte und betriebene Immobilien, wobei eine Darlehenshöhe von größer 500.000 Euro als Abgrenzungskriterium angesehen wird. Die Darlehen in diesem stark von Einzelfallentscheidungen abhängigen, überwiegend zinsgetriebenen und beratungsintensiven Geschäftsfeld werden z.B. für den Bau oder Erwerb von großen Gewerbeparks, Büro- und Wohnkomplexen verwendet.¹ Zusätzlich zu diesen beiden Geschäftsfeldern kristallisiert sich zunehmend Real Estate Investment Banking (REIB) als eigenständig zu betrachtendes Geschäftsfeld heraus.²

Abstrahiert man von der Legaldefinition des HBG, umfasst der Begriff des Kommunalkreditgeschäfts inhaltlich überwiegend die Vergabe von Krediten an den Staat, die Bundesländer und die Kommunen.³ Während persönliche Kontakte und Beratungsleistungen im Primärmarkt bei der direkten Kreditvergabe durchaus von Bedeutung sind, besteht das Sekundärmarktgeschäft ausschließlich aus dem Kauf von handelbaren Staatspapieren. Nur durch den Einsatz von Fristentransformation und Derivaten können in diesem aufgrund der i.d.R. bestmöglichen Bonität öffentlicher Schuldner gering- bis negativ-marginalen Geschäftsfeld Erträge generiert werden. In enger Verwandtschaft mit dem REIB steht auch das Public Sector Investment Banking (PSIB), welches weit über die eigentliche Kreditvergabe hinausgeht und speziell auf die Bedürfnisse der öffentlichen Haushalte zugeschnittene Beratungsleistungen, z.B. bei der Strukturierung von kommunalem Leasing oder Public-Private-Partnerships, beinhaltet.

Zur Refinanzierung ihrer Aktivgeschäfte wurde den Hypothekenbanken das im privaten Bankensektor exklusive Recht zuerkannt, in Abhängigkeit der erworbenen Forderung entweder Hypotheken- oder öffentliche Pfandbriefe auszugeben. Aufgrund der stringenten Deckungsvorschriften des HBG sind Pfandbriefe in der Regel durch ein sehr hohes Rating gekennzeichnet. Der Nennwert von Hypothekenpfandbriefen muss immer durch erstrangige Hypothekendarlehen gesichert sein, der von öffentlichen Pfandbriefen entsprechend durch Kommunalدارlehen. Neben dieser ordentlichen Deckung kann in einer Höhe bis zu 10% des gesamten Pfandbriefumlaufs auch eine Ersatzdeckung vorgenommen werden. Die zugrundeliegenden Forderungen werden in

¹ Im folgenden werden einerseits die Begriffe Privatkunden-, Retail- und Massengeschäft sowie andererseits die Begriffe Firmenkunden und gewerbliches Hypothekendarlehensgeschäft synonym verwendet.

² Vgl. Abschnitt 3.

zwei separate Deckungsregister eingetragen, welche von der BAFin regelmäßig kontrolliert und von einem unabhängigen Treuhänder überwacht werden.

Eine spezielle der Sicherheit der Pfandbriefes dienende Einschränkung erfahren Hypothekenbanken aus der Vorschrift, dass das umlaufende Pfandbriefvolumen bei reinen (gemischten) Hypothekenbanken auf das 60fache (48fache) des haftenden Eigenkapitals begrenzt ist. Ebenso ist bei der Ermittlung der Beleihungswerte von Immobilienprojekten nach dem Vorsichtsprinzip zu verfahren. Nur Hypothekendarlehen, die bis maximal 60% des nach konservativen Maßstäben ermittelten Beleihungswerts ausmachen, dürfen über Pfandbriefe refinanziert werden. Für das Auslandsgeschäft gilt bei nichtvorliegender Durchsetzbarkeit des Insolvenzvorrechts darüber hinaus, dass Hypotheken- und Kommunaldarlehen auf 10% des Volumens des inländischen Deckungsstocks zuzüglich der Deckungsmasse aus denjenigen Ländern, in denen das Insolvenzrecht durchsetzbar ist, begrenzt sind. Des weiteren nutzen Hypothekenbanken vornehmlich Medium Term Notes und Commercial Paper-Programme zur Refinanzierung

Neben der Gruppe der privaten Hypothekenbanken dürfen auch die in dieser Arbeit nicht näher betrachteten öffentlich-rechtlich organisierten Kreditinstitute, Landesbanken sowie auch die privaten Schiffshypothekenbanken als Pfandbriefemittenten am Markt auftreten. Auch ihre Pfandbriefaktivitäten unterliegen jeweils einer speziellen Gesetzgebung: dem Öffentlichen Pfandbriefgesetz (ÖPG) für die öffentlich-rechtlichen Banken sowie dem Schiffsbankgesetz (SchBG).

Ihr hoher Anteil an den gesamten deutschen Bankenaktiva und ihr hoher Marktanteil in ihren Kerngeschäftsfeldern machen die deutschen Hypothekenbanken zu wichtigen Vertretern des deutschen Bankenmarktes (vgl. Abbildung 1). Rechnet man die HypoVereinsbank als gemischte Hypothekenbank hinzu, erreichten die Hypothekenbanken laut Angaben des Verbands deutscher Hypothekenbanken (VdH) Ende 2001 einen Anteil von 20,4% an den gesamten Bankenaktiva.⁴ Darüber hinaus sind Hypothekenbanken in ihren Kernaktivitäten dominierend. Gemäß vom VdH veröffentlichten Zahlen sind sie seit mehr als einem Jahrzehnt besonders stark in der Vergabe von gewerblichen und öffentlichen Krediten. Ebenso wenig überrascht, dass sie bei den ausstehenden Pfandbriefvolumina führend im Markt sind. Allerdings ist der Marktanteil von Hypothe-

³ In dieser Arbeit werden die Begriffe Kommunalдарlehens-, Staatskreditgeschäft sowie öffentliche Kreditvergabe synonym verwendet.

⁴ Vgl. Deutsche Bundesbank (2002), p.24; VdH (2002), p.1ff.

kenbanken bei der Vergabe von privaten Hypothekendarlehen deutlich geringer als in ihren übrigen Geschäftsfeldern.

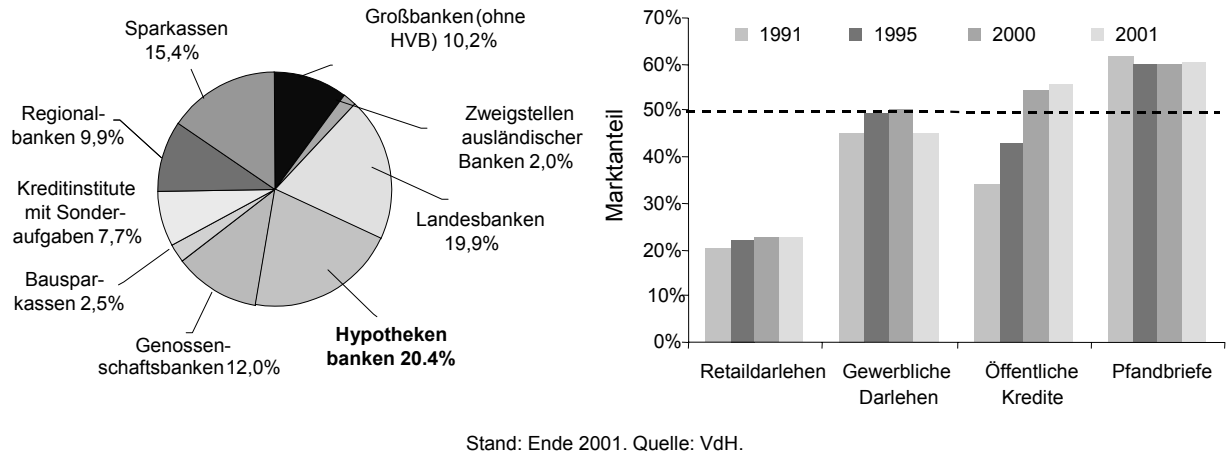


Abbildung 1: Anteile der Hypothekenbanken an den Bankenaktiva und in ihren Kernaktivitäten⁵

2.2. Dominanz einzelner Institute im Hypothekenbankensektor

Trotz der eng definierten Geschäftsfelder ist die Hypothekenbankenlandschaft durch eine sehr starke Heterogenität gekennzeichnet. Diese Heterogenität manifestiert sich neben der unterschiedlichen Konzentration auf die erlaubten Geschäftsfelder v.a. in der erheblichen Spannweite der Bilanzgrößen. Am Markt sind einige sehr große Teilnehmer vertreten, welche die zahlreichen mittleren und kleineren Institute von der Bilanzgröße her klar überragen. Abstrahiert man von der HVB, hielten vier Institute – unter ihnen alle gemischten Hypothekenbanken – Ende 2001 bereits über 50% der knapp 902 Mrd. Euro an Hypothekenbankenaktiva. Allerdings gilt speziell im Hypothekenbankenmarkt, dass Größe als Kriterium von Wettbewerbsfähigkeit nicht zwingend entscheidend ist. Speziell im Kommunaldarlehensgeschäft erfordert es nur einen relativ geringen Aufwand, die eigene Bilanz durch ein Hereinnehmen von zusätzlichen Staatsanleihen sehr rasch zu verlängern. Entscheidend ist im Hypothekenbankenmarkt vielmehr das Erreichen derjenigen optimalen Unternehmensgröße, die im Rahmen der jeweiligen institutsspezifischen Geschäftsfeldfokussierung die günstigste Refinanzierung erlaubt.

Die Heterogenität im Markt wird ebenfalls durch die anhand der Eigentümerstruktur nachweisbare Gruppenzugehörigkeit der Hypothekenbanken belegt. Die privaten Geschäftsbanken sind genauso wie Versicherungen und Bausparkassen an Hypothekenbanken beteiligt. Ebenso ist

⁵ Quelle: Eigene Darstellung.

der Genossenschaftssektor im Hypothekenbankenmarkt präsent, wobei hervorzuheben ist, dass eine diesem Sektor zuzuordnende Hypothekenbank wegen historischer Gründe eine eingetragene Genossenschaft ist. Diese Vielfalt in der Eigentümerstruktur überrascht wenig, denn in der Vergangenheit waren die Hypothekenbankentöchter stets ein willkommenes Vehikel zur billigen Aufnahme von Konzernmitteln am Kapitalmarkt. Auffallend ist aber, dass die größte gemischte Hypothekenbank (die HypoVereinsbank) wiederum an zwei reinen und einer gemischten Hypothekenbank beteiligt ist. Ebenso überrascht vor dem Hintergrund der aktuell geführten Diskussion um die geringe Attraktivität deutscher Banken für eine Übernahme durch internationale Banken, dass bereits drei ausländische Institute an deutschen Hypothekenbanken beteiligt sind.

Hervorstechend ist darüber hinaus, dass die gemischten Hypothekenbanken zu den größten Marktteilnehmern gehören. Sie besitzen nicht nur das Recht, die Geschäftsaktivitäten reiner Hypothekenbanken zu entfalten, sondern sind auch zur Ausübung aller restlichen Bankgeschäfte i.S.d. KWG befugt. Auch wenn mit der HypoVereinsbank aktuell nur ein Institut von diesem Recht intensiv Gebrauch macht und sich die beiden anderen gemischten Hypothekenbanken in ihren Geschäftsaktivitäten an denen der reinen Hypothekenbanken orientieren, verfügen gemischte Hypothekenbanken über zahlreiche Vorteile: Sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite verfügt eine gemischte Hypothekenbank über einen weitaus größeren Spielraum als eine reine Hypothekenbank.

Hypothekenbank	Aktiva (€mn)	Anteil (%)	Kum. (%)	Hauptaktionäre
(HypoVereinsbank)	(387,100)	(n.a.)		(Münchener Re, Streubesitz 62%)
Eurohypo	237,215	26,3%		Commerz, Deutsche, Dresdner
Depfa Pfandbriefbank	98,700	11,0%	37%	Depfa Bank
Allgemeine Hypothekenbank Rheinboden	90,034	10,0%	47%	BHW Gruppe
HVB Real Estate	76,962	8,5%	56%	HypoVereinsbank
DG-Hypothekenbank	72,506	8,1%	64%	Genossenschaftssektor
Hypothekenbank in Essen	69,553	7,7%	72%	Commerzbank, Schuppli-Gruppe
Berlin-Hannoversche Hypothekenbank	42,996	4,8%	76%	Bankgesellschaft Berlin
Westfälische Hypothekenbank	41,713	4,6%	81%	HypoVereinsbank
Württembergischer Hypothekenbank	31,446	3,5%	84%	HypoVereinsbank
Münchener Hypothekenbank	29,983	3,3%	88%	Genossenschaftssektor
Dexia Hypothekenbank Berlin	28,783	3,2%	91%	Dexia Gruppe, Schuppli-Gruppe
Deutsche Hypothekenbank	25,046	2,8%	94%	BHF Bank/ING Gruppe
WL Westfälische Landschaft	16,992	1,9%	96%	Genossenschaftssektor
SEB Hyp	15,413	1,7%	97%	SEB Group (BfG)
Düsseldorfer Hypothekenbank	11,194	1,2%	99%	Schuppli-Gruppe
Wüstenrot Hypothekenbank	10,178	1,1%	100%	Wüstenrot&Württemberg.
M.M. Warburg & Co. Hypothekenbank	2,321	0,3%	100%	M.M. Warburg, DG Hyp
Karstadt Hypothekenbank	0,251	0,0%	100%	Karstadt AG

* Stand Ende 2001

Abbildung 2: Übersicht über Bilanzsummen und Eigentümer deutscher Hypothekenbanken⁶

Vor diesem Hintergrund verwundert es wenig, dass die im Markt in den letzten Jahren zu beobachtenden Konsolidierungsaktivitäten zu einem deutlichen Rückgang der Anzahl an reinen Hypothekenbanken geführt hat. Grundsätzlich belegen die Fusionen der letzten Jahre die Hypothese, dass der Rechtsstatus der gemischten Hypothekenbank gegenüber dem der reinen Hypothekenbank bevorzugt wird. Ein eindrucksvolles Beispiel aus der jüngeren Vergangenheit ist die Verschmelzung der reinen Hypothekenbanken Rheinhyp und Eurohypo der Deutschen Bank auf die gemischte Hypothekenbank Deutsche Hyp. Das neu entstandene, unter dem Namen Eurohypo firmierende, Institut konnte aufgrund der Fusion den Gemischtbankenstatus erhalten.

Im Ergebnis implizieren diese Entwicklungen eine Fortsetzung der Abkehr von der traditionellen Dominanz des Hypothekenbankenmarkts durch reine Hypothekenbanken. Es ist davon auszugehen, dass zukünftig unter den größten Marktteilnehmern alle gemischten Hypothekenbanken vertreten sein werden.

⁶ Quelle: Eigene Darstellung. Datenquelle: Geschäftsberichte der Hypothekenbanken.

2.3. Vielschichtige Änderungen im regulatorischen Umfeld

Das Inkrafttreten des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes (4. FMFG) am 01. Juli 2002 – und der damit einhergehenden Novelle des HBG – verbreiterte die internationale Reichweite von Hypothekenbanken im Darlehensgeschäft. Allerdings wurden hinsichtlich der Deckungsstockfähigkeit für internationale Hypothekendarlehen und öffentliche Kredite unterschiedliche Regelungen getroffen. Im Staatskreditgeschäft ist es Hypothekenbanken erlaubt, über die Länder der Europäischen Union (EU) und des Europäischen Wirtschaftsraums (EEA) hinaus auch Kredite an Gebietskörperschaften in den USA, Japan, Kanada und der Schweiz auf Zentral- und Regionalregierungs- sowie örtlicher Gebietskörperschaftsebene zu vergeben. Unter der Voraussetzung, dass die Schuldner eine maximale Risikogewichtung von 20% aufweisen, ist die Ausgabe von Krediten an weitere europäische OECD-Staaten auf Zentralregierungsebene ebenso erlaubt wie die Vergabe von Darlehen an die in §5 Abs. 1 S.1d HBG definierten Verwaltungseinrichtungen ohne Erwerbszweck (NPO). Hervorzuheben ist, dass diese Staatskredite als Deckung für Pfandbriefe zugelassen sind.

Im Gegensatz hierzu sind die durch die HBG-Novelle ermöglichten Hypothekendarlehen in den außereuropäischen G7-Ländern USA, Japan und Kanada nicht deckungsfähig. Zusätzlich sind Hypothekendarlehen in diesen Ländern unter der Einschränkung zu vergeben, dass das Volumen der Darlehen das 5fache des haftenden Eigenkapitals einer Bank nicht überschreitet.⁷ Somit sind alle Hypothekendarlehen in Ländern außerhalb der EU, der EEA und der Schweiz nach wie vor als Außerdeckungsgeschäft zu betreiben. Die Erweiterung des regionalen Aktionsradius durch die HBG-Novelle wurde von den Marktteilnehmern positiv aufgenommen, wobei die Einschränkungen bei der Ausweitung des Hypothekendarlehensgeschäfts aber als zu streng eingestuft werden.

⁷ Für Japan ist das Volumen auf das 3fache des haftenden Eigenkapitals beschränkt.

3 Wertschaffung im Firmenkundengeschäft

3.1. Erfolgsfaktoren der Wertschaffung im Firmenkundengeschäft

In den Geschäftsfeldern Privatkunden- und Staatskreditgeschäft sind die Margen traditionell so niedrig, dass Hypothekenbanken vor allem die Passivseite nutzen, um Wert zu schaffen und somit die Profitabilität zu erhöhen. Demgegenüber ist im Firmenkundengeschäft die Generierung von Unternehmenswert angesichts der höheren Margen insbesondere auf der Aktivseite möglich. Um aber durch die Ausrichtung auf das Firmenkundengeschäft nachhaltige Wettbewerbsvorteile zu erzielen, müssen die Akteure die Erfolgsfaktoren dieses Geschäfts in ihrer Unternehmensstrategie berücksichtigen. Das genannte Forschungsprojekt hat auf diese Frage nach den kritischen Erfolgsfaktoren eine eindeutige Antwort gegeben: Die überwiegende Mehrheit der Branchenexperten sieht diese in den Refinanzierungskonditionen sowie in der Ausgestaltung der Risikomanagementsysteme (vgl. Abbildung 3).

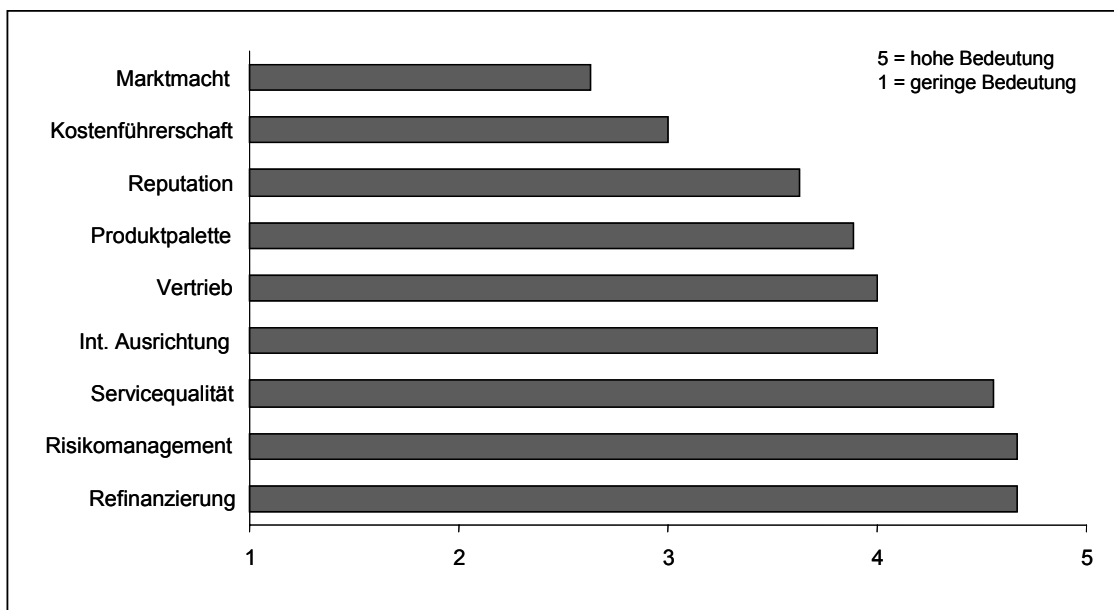


Abbildung 3: Kritische Erfolgsfaktoren im Firmenkundengeschäft⁸

Lange Zeit konnten Hypothekenbanken vergleichsweise günstige Refinanzierungskonditionen durch die Emission von Pfandbriefen am Kapitalmarkt erhalten. Im Verlauf des Jahres 2002 hat sich die Situation am Pfandbriefmarkt jedoch verändert. Die hohen Verluste aus spekulativen Zinsgeschäften einzelner Institute hatten eine negative Signalwirkung für den Gesamtmarkt: Dies

hat dazu geführt, dass Investoren den Pfandbrief als Refinanzierungsinstrument differenzierter beurteilen und nicht mehr als eindeutig homogene Wertpapier-Klasse ansehen. Verschärft wurde diese Entwicklung durch die Ratingentwicklung / -herabstufung bei einigen Mutterkonzernen von Hypothekenbanken, die sich negativ auf das jeweilige Institutsrating und damit auf die Refinanzierungskonditionen ausgewirkt hat.

Der qualitative Ausbau der Risikomanagementsysteme hat vor dem Hintergrund zunehmender regulatorischer und gestiegener Kapitalmarktanforderungen außerdem erheblich an Bedeutung gewonnen. Zahlreiche Hypothekenbanken haben das aktive Management von Risiken lange Zeit vernachlässigt. Der allgemeine Zustand der Risikomanagementsysteme ist bei diesen Instituten relativ zu anderen Banken noch ausbaufähig, so dass auf diesem Gebiet Nachholbedarf besteht. Eine Steigerung der Aufwendungen für Investitionen in Mitarbeiter-Know-how und die entsprechende IT-Infrastruktur ist daher unumgänglich.

Von stark untergeordneter Bedeutung für das Firmenkundengeschäft ist aus Sicht der Hypothekenbanken dagegen die operative Kostenführerschaft. Dies steht im krassen Gegensatz zum Privatkunden- und Staatskreditgeschäft. In diesen Sparten gehört die operative Kostenführerschaft zu den wichtigsten Erfolgsfaktoren. Eine Erklärung hierfür ist die positivere Margensituation, die es den Hypothekenbanken ermöglicht, höhere operative Kosten in Kauf zu nehmen und trotzdem profitabel zu operieren.

2.2. Real Estate Investment Banking als Ergänzung des Firmenkundengeschäfts

In den letzten Jahren wurde das Spektrum an Geschäftsaktivitäten deutscher Hypothekenbanken schrittweise um Dienstleistungen erweitert, die traditionell eher dem Kerngeschäft von Investment Banken zugeordnet werden können. Dabei handelt es sich um spezifische Beratungsleistungen, die im Zuge der gewerblichen Immobilienfinanzierung entstehen und die unter dem Begriff Real Estate Investment Banking (REIB) subsumiert werden.

Die Auffassungen darüber, welche Dienstleistungen im Bereich REIB erbracht und diesem Bereich zugeordnet werden können, divergieren erheblich. Auf theoretischer Ebene versteht man unter REIB alle strukturierten Finanzierungen höherer Ordnung, die eine Erhöhung der Wertschöpfung und somit jedwede Veredelung des gewerblichen Hypothekengeschäfts durch den

⁸ Quelle: Eigene Darstellung.

Rückgriff auf Kapitalmarkttheorien umfassen. Aus funktionaler Perspektive können dem REIB vor allem die in Abbildung 4 dargestellten Tätigkeiten zugeordnet werden.

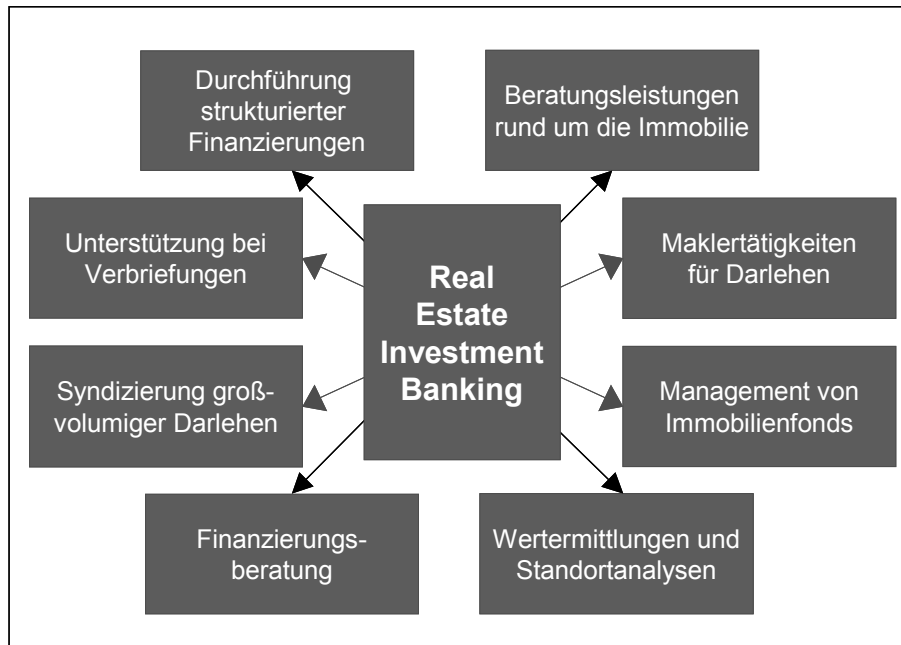


Abbildung 4: Ausprägungskatalog des Real Estate Investment Banking⁹

Dieser Katalog macht deutlich, dass erhebliche Überschneidungen zu dem traditionellen Firmenkundengeschäft bestehen. REIB ist daher nicht als eigenständiges Geschäftsfeld, sondern als Teilsegment innerhalb des Firmenkundengeschäfts einzuordnen. Es hat sich zumeist organisch aus dem gewerblichen Hypothekengeschäft entwickelt.

Die Durchführung von REIB-Dienstleistungen ist für deutsche Hypothekenbanken also nicht neu, sondern war bereits seit langem im Rahmen der normalen Darlehensaktivitäten erlaubt und praktikabel. Mit der 2002er HBG-Novelle wurde es den deutschen Hypothekenbanken jedoch ermöglicht, ihren Kunden das gesamte Spektrum an REIB-Leistungen unabhängig davon anzubieten, ob eine Darlehenstransaktion zugrunde liegt. Die Mehrheit der für das Forschungsprojekt befragten Marktteilnehmer erwartet, dass die HBG-Novelle mittelfristig eine Katalysatorwirkung auf die Erbringung von REIB-Leistungen entfalten wird. Das zinsgetriebene Geschäft wird damit um ein provisionsgetriebenes Tätigkeitsfeld ergänzt, das vor allem aufgrund der hohen Margen an Attraktivität gewinnen wird.

⁹ Quelle: Eigene Darstellung.

Diese erweiterte Möglichkeit zur Diversifikation bestehender und zur Erschließung neuer, eigenkapitalschonender Ertragskanäle ist mit Blick auf das schwierige nationale Marktumfeld besonders interessant. Jedoch dürfen die sich beim Ausbau des REIB-Bereichs in der Praxis ergebenden Probleme nicht unterschätzt werden. Speziell die Konkurrenz zu den in diesem Bereich bereits etablierten Investment Banken sowie der Mangel an hochqualifiziertem Personal dürfte einen zügigen Auf- und Ausbau des REIB-Geschäfts erschweren.

2.3 Die spezialisierte Real Estate Investment Bank als Geschäftsmodell der Zukunft ?

Im Hypothekenbankenmarkt werden neue Varianten der strategischen Ausrichtungen zu beobachten sein. Da sich ein Großteil der Marktteilnehmer in Zukunft auf das Firmenkundengeschäft konzentrieren wird, steht zu erwarten, dass sich in diesem Bereich neue Geschäftsmodelle am Markt etablieren. Diese Entwicklung wird insbesondere durch die im Bereich des Real Estate Investment Banking erweiterten Geschäftsmöglichkeiten deutscher Hypothekenbanken verstärkt. Wie bereits erwähnt, konkurrieren Hypothekenbanken hier vor allem mit traditionellen Investment Banken.

Ein zukünftiges Geschäftsmodell könnte vor diesem Hintergrund in der spezialisierten Real Estate Investment Bank bestehen. Diese würde ein reines Provisionsgeschäft betreiben, ohne Zins-, Kredit- oder Liquiditätsrisiken auf die eigene Bilanz nehmen zu müssen. Ein solcher, spezialisierter REIB-Dienstleister würde sich ausschließlich auf dieses Betätigungsfeld fokussieren.

Ein kleiner Kreis von REIB-Spezialisten könnte in einem solchen Geschäftsmodell die gesamte Wertschöpfungskette abdecken. Flache Organisations- und Entscheidungsstrukturen würden schnelle Entscheidungsfindungsprozesse begünstigen und damit den erfolgreichen Vertrieb der eigenen Produkte und Dienstleistungen ermöglichen.

3 Auslandsexpansion als strategische Variante

3.1 Nutzung der neuen regionalen Spielräume

Eine zunehmend an Relevanz gewinnende strategische Option für die nächsten Jahre besteht darin, die Expansion der Geschäftstätigkeiten ins Ausland voranzutreiben. Die jüngste HBG-Novelle eröffnet den Hypothekenbanken ein weit größeres Spektrum an Geschäftsmöglichkeiten im Ausland. Die Hälfte der an dem Forschungsprojekt teilnehmenden Hypothekenbanken plant, die erweiterten regionalen Spielräume zu nutzen und ihre Geschäftsaktivitäten vermehrt ins Ausland zu verlagern beziehungsweise ihre bereits bestehenden Auslandsaktivitäten auszubauen.

Den attraktivsten Auslandsmarkt stellen laut Einschätzung der Hypothekenbanker die USA dar. Sie wurden von der Mehrheit der Banken als Primärziel ihrer Expansions- bzw. Ausbau-Bemühungen genannt. Es folgen Kanada, Österreich / Schweiz, Osteuropa sowie - mit etwas Abstand - Frankreich. Mit Ausnahme von Japan ist also davon auszugehen, dass die durch die HBG-Novelle 2002 geschaffenen regionalen Erweiterungsmöglichkeiten durch die Hypothekenbanken in Zukunft genutzt werden.

Das Erfolgspotenzial der für eine Expansion interessantesten Märkte ist in der Einschätzung der deutschen Hypothekenbanken nicht in allen Geschäftsfeldern gegeben (vgl. Abbildung 5). Für den Retail-Bereich wird es mit Ausnahme des osteuropäischen Marktes als sehr niedrig eingestuft. Fehlende eigene Vertriebsnetze, mangelnde Größe der Hypothekenbank sowie die mit Kooperationen verbundenen Schwierigkeiten wurden als Hauptgründe gegen eine erfolgsversprechend erscheinende internationale Expansion im Privatkundensegment angeführt.

Anders fällt die Einschätzung der Hypothekenbanker für das Firmenkundengeschäft aus. Vor allem die USA bieten in diesem Geschäftsfeld ein sehr hohes Erfolgspotenzial. Es folgen Österreich/Schweiz und Frankreich. Im öffentlichen Sektor sehen die Hypothekenbanken vor allem Erfolgspotenziale in Osteuropa und Österreich/ Schweiz.

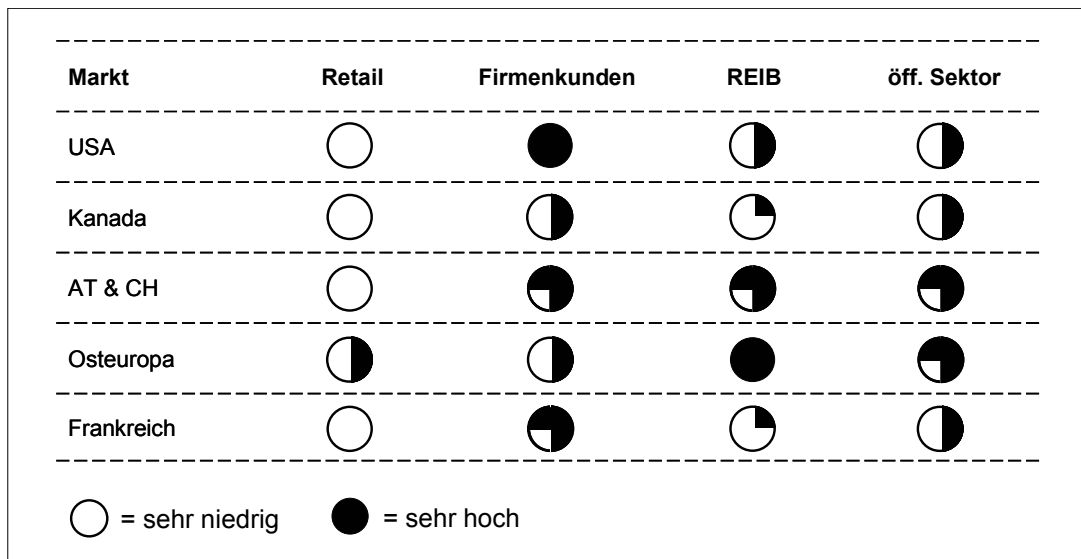


Abbildung 5: Erfolgspotenzial der genannten Zielmärkte¹⁰

Die Hypothekenbanken werden sich demnach auf eine Expansion im Firmenkunden- und im Staatskreditgeschäft beschränken. Als Triebfeder für die verstärkte Auslandsexpansion im Firmenkundengeschäft wird überwiegend die im Vergleich zum Heimatmarkt noch bessere Margensituation angeführt. Die zunehmende Bedeutung der Internationalisierung der Geschäftstätigkeiten wird besonders deutlich, wenn die anvisierten Erträge, die in den nächsten fünf Jahren in den einzelnen Märkten erzielt werden sollen, betrachtet werden. Das hohe für die USA erwartete Erfolgspotenzial im Firmenkundengeschäft spiegelt sich auch in dem hohen geplanten Anteil an den Gesamterträgen wider. Es folgen Kanada sowie Frankreich.

¹⁰ Quelle: Eigene Darstellung.

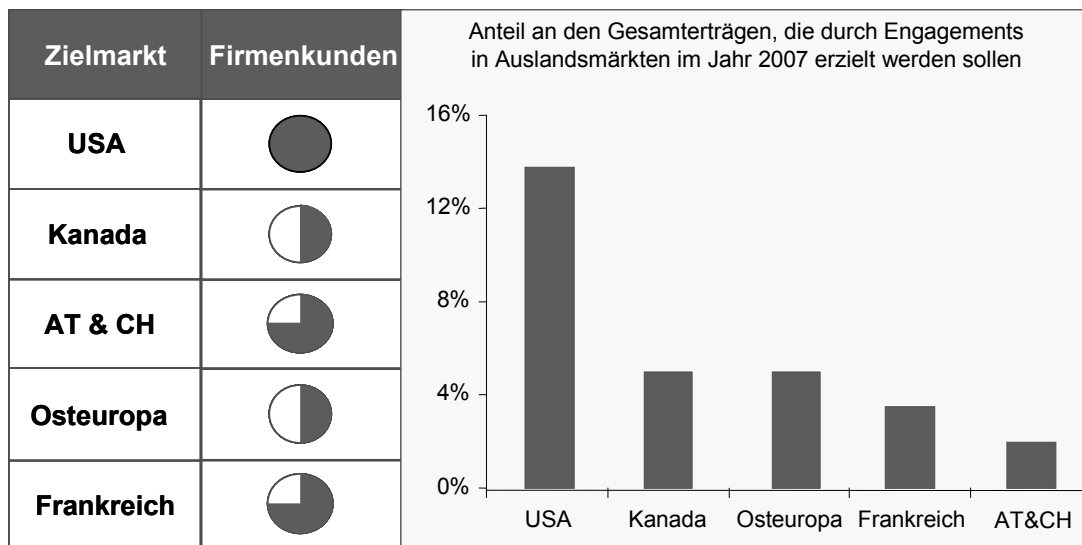


Abbildung 6: Einschätzung des Erfolgspotenzials pro Auslandsmarkt¹¹

3.2 Zwang zur Identifikation der Erfolgsfaktoren

Viele Hypothekenbanken wollen den Markteintritt respektive -ausbau sehr kurzfristig umsetzen beziehungsweise bereits im Jahr 2003 vollendet haben. Für die Erzielung nachhaltiger Erfolge sind dafür die im Ausland kritischen Erfolgsfaktoren zu identifizieren.

Die wichtigsten Erfolgsfaktoren im Firmenkundengeschäft sind in der Einschätzung der befragten Hypothekenbanker eindeutig die Servicequalität, ein geeignetes Risikomanagement und günstige Refinanzierungskonditionen (vgl. Abbildung 7). Die im internationalen Umfeld sehr große Bedeutung der Servicequalität liegt vor allem darin begründet, dass die Akquise neuer Kunden im Ausland nur selten über eine Preisführerschaft erreicht werden kann, sondern dass die Qualität der angebotenen Leistungen entscheidend ist. Die hohe Bedeutung der Breite der Produktpalette lässt ebenfalls Rückschlüsse auf den Qualitätsanspruch der institutionellen Investoren zu. Die Kostenführerschaft im operativen Geschäft ist hingegen unbedeutend. Dies überrascht unserer Ansicht nach wenig, da sich Hypothekenbanken oft auf großvolumige Finanzierungen konzentrieren und die anfallenden Kosten relativ gesehen nicht entscheidungsrelevant sind.

¹¹ Quelle: Eigene Darstellung.

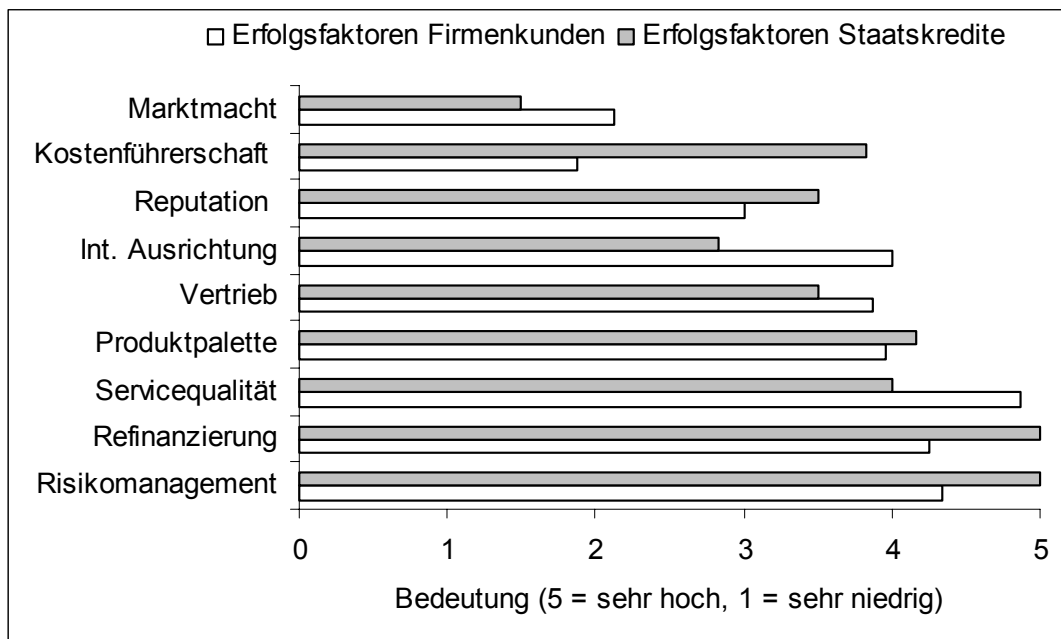


Abbildung 7: Erfolgsfaktoren bei Firmenkunden und Staatskrediten¹²

Im öffentlichen Sektor werden die Refinanzierungsbedingungen von den Hypothekenbanken als essentiell angesehen. Dies gilt nicht nur für den traditionellen Heimatmarkt, sondern ist in gleichem Maße bei der Expansion in neue Märkte von Bedeutung. Aufgrund der niedrigen Margen ist eine günstige Refinanzierung über öffentliche Pfandbriefe entscheidend. Teilweise sind die Margen in diesem Geschäftsfeld sogar leicht negativ und Erträge können nur durch Fristentransformation generiert werden. Die dabei entstehenden Zinsrisiken haben die Hypothekenbanken größtenteils im Griff, was nicht zuletzt auf die strikten Vorschriften und Kontrollen der BA-Fin zurückzuführen ist.

Das Pfandbrief-Rating ist der Haupteinflussfaktor der Refinanzierungskonditionen. Deshalb sind den Hypothekenbanken zufolge zur Verbesserung des Ratings ein großes Maß an Transparenz und ausgiebige Investor Relations-Maßnahmen von essentieller Bedeutung. Allerdings möchten wir darauf hinweisen, dass die Margen im internationalen Staatskreditgeschäft tendenziell höher sind. Der Grund hierfür ist, dass die ausländischen Kreditnehmer nicht generell über eine vergleichbare Bonität wie ihre deutschen Äquivalente verfügen. Die größere Risikoprämie kompensiert das höhere Risiko, das solchen Krediten immanent ist. Das Eingehen von Kreditri-

¹² Quelle: Eigene Darstellung.

siken bei der Vergabe von ausfallbedrohten Krediten wird in Zukunft dazu führen, dass gerade Institute, die sich verstärkt dem Staatskreditgeschäft im Ausland widmen, ihre Risikomanagementsysteme qualitativ ausbauen müssen. Unserer Auffassung nach verdeutlicht die hohe Bedeutung der Refinanzierung im Staatskreditgeschäft, dass bei der internationalen Expansion der deutschen Hypothekenbanken Marktanteile über günstige Konditionen gewonnen werden sollen.

3.3. Geringe Entscheidungsrelevanz von Markteintrittsbarrieren

Ein Eintritt in ausländische Märkte ist nicht ohne Risiko. Es ist zunächst fraglich, ob es den deutschen Hypothekenbanken gelingen wird, die potenziell höheren Margen in den Auslandsmärkten auch durchzusetzen. Zudem wird es den Instituten ohne einschlägige Kontakte vor Ort kaum gelingen, im Ausland profitables Geschäft zu betreiben. Zwar liegen die allgemeinen Marktinformationen vor, die spezifischen Charakteristika und Besonderheiten der einzelnen Märkte müssen aber ebenfalls berücksichtigt werden.

Markteintrittsbarrieren werden von den deutschen Hypothekenbanken jedoch als deutlich weniger hinderlich empfunden als dies in anderen Branchen der Fall ist. Allenfalls unterschiedliche regulatorische Bedingungen bzgl. der Kreditvergabe und der Refinanzierungsmodalitäten werden als relevante Markteintrittsbarrieren wahrgenommen. Ein unterschiedliches regulatorisches Umfeld sollte den Markteintritt aber genauso wenig verhindern wie die Intensität des Wettbewerbs oder der Mangel an Kooperationsmöglichkeiten vor Ort. Die Hypothekenbankenvertreter sind sich der Existenz von Markteintrittsbarrieren somit bewusst, als große Hindernisse, die einen Markteintritt wesentlich erschweren bzw. verzögern könnten, werden sie jedoch nicht eingeschätzt.

3.4. Staatskreditgeschäft aus dem Heimatmarkt heraus, Firmenkundengeschäft durch strategische Kooperationen

Momentan ist im Markt zu beobachten, dass ein Nebeneinander verschiedener Markteintrittsstrategien existiert. Je nach Zielmarkt und Zielsetzung differieren diese. Im Staatskreditgeschäft wollen alle Hypothekenbanken die Strategie verfolgen, den Markteintritt durch das Betreiben der Geschäfte vom Heimatmarkt aus vorzunehmen. Dies ist unserer Ansicht nach auch notwendig, da die Margen im Ausland in diesem Geschäftsfeld zwar tendenziell höher als in Deutschland sind, die Kosten aber niedrig gehalten werden müssen, um es profitabel betreiben zu können. Als klassisches Kapitalmarktgeschäft werden die Sekundärmarktgeschäfte over the counter betrie-

ben. Nur große und spezialisierte Hypothekenbanken planen, auch Primärmarktgeschäft im Ausland zu betreiben. Dazu sind unserer Einschätzung zufolge spezielles Wissen und Kontakte nötig, welche langfristig und unter Inkaufnahme hoher Kosten aufgebaut werden müssen. Vielversprechend erscheint dies vor allem beim Geschäft mit Gebietskörperschaften, die nicht über AAA-Ratings verfügen und höhere Margen bieten. Für einen beschleunigten Aufbau einer kompetitiven Marktposition favorisieren die Hypothekenbanken strategische Partnerschaften und Joint Ventures als Markteintrittsstrategien.

Im Firmenkundengeschäft stellt dagegen das Eingehen einer strategischen Kooperation die präferierte Markteintrittsstrategie dar. Wir erachten für die erfolgreiche Umsetzung dieser Variante jedoch eine Eigenkapitalverflechtung – auch geringe prozentuale Beteiligungen wären hierfür ausreichend – als notwendige Voraussetzung, um geeignete Anreizstrukturen setzen zu können. Da in diesem Geschäftsfeld Servicequalität und eine breite Produktpalette wichtige Erfolgsfaktoren darstellen, ist ein erfahrener Partner vor Ort essentiell. Daneben wird der Vertrieb aus Deutschland heraus von vielen Instituten als eine erfolgversprechende Markteintrittsstrategie angesehen. Das gilt vor allem für kleinere Hypothekenbanken, welche die neuen Märkte vorerst aus der Zentrale in Deutschland bearbeiten. Aber auch diese verwenden überwiegend muttersprachliche Mitarbeiter, die Spezialwissen bei Immobilienfinanzierungen und entsprechende Kontakte vor Ort vorweisen können.

Den Aufbau eines eigenen Vertriebsnetzes erachten deutsche Hypothekenbanken nicht als sinnvolle Markteintrittsstrategie. Dies ist intuitiv einleuchtend, da ein eigenes Vertriebsnetz im Firmenkundengeschäft nicht nötig ist. Der Kundenberater kommt für großvolumige Finanzierungen zum Kunden vor Ort. Da eine Besichtigung potenzieller Objekte bzw. Standorte erfolgt, gibt es keinen Bedarf an Filialen.

4 Zusammenfassung und Ausblick

Das Forschungsprojekt zum deutschen Hypothekenbankenmarkt zeigt, dass die strategische Ausrichtung deutscher Hypothekenbanken zukünftig auf den Ausbau des Firmenkundengeschäfts gerichtet ist. Die Erfolgsaussichten erscheinen aufgrund der vergleichsweise attraktiven Margen und Renditen hervorragend. Es gilt jedoch, rechtzeitig die für dieses Geschäftsfeld kritischen Erfolgsfaktoren im nationalen und internationalen Markt zu identifizieren und die Unternehmensstrategie danach auszurichten.

Deutsche Hypothekenbanken wollen die durch die letzte HBG-Novelle regional erweiterten Geschäftsmöglichkeiten im Ausland in Zukunft nutzen. Der Großteil der Hypothekenbanken versucht damit, die Abhängigkeit von dem schwierigen Marktumfeld im deutschen Heimatmarkt zu verringern und die unter Druck geratene Ertragslage zu verbessern. Die Untersuchungsergebnisse zeigen, dass deutsche Hypothekenbanken bei ihren zukünftigen Markteintritten kaum Probleme erwarten. Der Prozess der Entwicklung und Durchführung erfolgversprechender Internationalisierungsstrategien wird sich daher in Zukunft weiter fortsetzen.

Aufgrund der Refinanzierungsvorteile über den Pfandbrief kann mittelfristig damit gerechnet werden, dass sich die deutschen Hypothekenbanken einen signifikanten Marktanteil in den neuen Auslandsmärkten sichern können. Abzuwarten bleibt unserer Einschätzung nach allerdings, ob es ihnen gelingen wird, die im Ausland erwarteten Margenvorteile dauerhaft vereinnahmen zu können und das Kalkül aufgehen wird, die Auslandsexpansion als Ausweg aus der momentan schwierigen Situation auf dem Heimatmarkt zu nutzen. Als eine Hürde könnte sich die Preispolitik der lokal tätigen Investment Banken – die teilweise einem Preisdumping ähnelt – die insbesondere in Zeiten eines schwierigen Kapitalmarktumfelds vermehrt als Konkurrenten zu den Hypothekenbanken auftreten, erweisen.

Die Konzentration vieler Hypothekenbanken auf das Firmenkundengeschäft und auf die internationale Expansion wird dazu führen, dass die Wettbewerbsintensität zunehmen wird. Nur die Hypothekenbanken, denen eine Anpassung und Neuausrichtung ihrer traditionellen Geschäftsmodelle gelingt, werden mittelfristig attraktive Margen und stabile Erträge realisieren können.

Literatur

Behr, Patrick / Güttler, André / Kiehlborn, Thomas (2003);

„Hypothekenbanken am Scheideweg ? – Entwicklungen, Potenziale & Strategien deutscher Hypothekenbanken im internationalen Umfeld“; Studie des Lehrstuhls für Internationales Bank- und Finanzwesen der JWG-Universität Frankfurt und Accenture. http://www.141.2.73.5.uni-frankfurt.de/schmidt/Mitarbeiter/tk/Veroeffentlichungen/Hypothekenbanken_am_Scheideweg_Studie.pdf. Frankfurt am Main 2003.

Deutsche Bundesbank (2002);

„Deutsche Bundesbank: Monatsbericht September 2002“, Vol. 54 (2002), No. 9, Frankfurt 2002.

VdH (2002);

Verband deutscher Hypothekenbanken – Association of German Mortgage Banks. Annual Report 2001. Berlin 2002.

Über das Forschungsprojekt

Das Forschungsprojekt zum deutschen Hypothekenbankenmarkt wurde im Zeitraum von Juli 2002 bis zum Januar 2003 vom Schwerpunkt Finanzen der Johann-Wolfgang-Goethe-Universität Frankfurt durchgeführt und von der Accenture GmbH finanziell unterstützt. An dem Forschungsprojekt nahmen zehn Hypothekenbanken teil, die 72% aller Aktiva im deutschen Hypothekenbankensektor per Jahresende 2001 repräsentierten. Ebenso beteiligten sich die drei führenden Ratingagenturen Fitch, Moody's und S&P, der Branchenverband VdH sowie die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) an dem Forschungsprojekt.

Die Ergebnisse wurden am 23.06.2003 von Prof. Dr. Reinhardt H. Schmidt auf der VdH-Jahreshauptversammlung in Berlin vorgestellt und in Teilen in „Die Bank“, Heft 8/2003 sowie voraussichtlich in Immobilien & Finanzierung veröffentlicht.

Working Paper Series: Finance & Accounting

- No.112: **Reinhard H. Schmidt/Andreas Hackethal/Valentin Marinov**, Die Bankenmärkte Russlands und Bulgariens, July 2003
- No.111: **Reinhard H. Schmidt/Marcel Tyrell**, What constitutes a financial system in general and the German financial system in particular?, July 2003
- No.110: **Falko Fecht**, On the Stability of Different Financial Systems, June 2003
- No.109: **Raimond Maurer/Shohreh Valiani**, Hedging the Exchange Rate Risk in International Portfolio Diversification: Currency Forwards versus Currency Options, June 2003
- No.108: **Raimond Maurer/Frank Reiner/Steffen Sebastian**, Financial Characteristics of International Real Estate Returns: Evidence from the UK, US, and Germany, May 2003
- No.107: **Anne d'Arcy/Michiyo Mori/Christine Rossbach**, The impact of valuation rules for intangible assets in Japanese and German accounts of listed companies, April 2003
- No.106: **Andreas Hackethal**, German banks – a declining industry?, March 2003
- No.105: **Ingo E. Tschach**, The long term impact of microfinance on income, wages and the sectoral distribution of economic activity, April 2003
- No.104: **Reinhard H. Schmidt/Marco Weiß**, Shareholder vs. Stakeholder: Ökonomische Fragestellungen, January 2003
- No.103: **Ingo E. Tschach**, The Theoretical Derivation of Credit Market Segmentation as the Result of a Free Market Process, March 2003
- No.102: **Samuel Lee/Nina Moisa/Marco Weiss**, Open Source as a Signalling Device – An Economic Analysis, March 2003
- No.101: **Christian Gaber**, Bewertung von Fertigerzeugnissen zu Voll- oder Teilkosten? Ansatz von Forderungen zum Nennwert oder Barwert? Eine agencytheoretische Analyse zur zielkongruenten Performancemessung, December 2002
- No.100: **Oliver Ruß/Günther Gebhardt**, Erklärungsfaktoren für den Einsatz von Währungsderivaten bei deutschen Unternehmen – eine empirische Logit-Analyse, August 2002
- No.99: **Christian Gaber**, Gewinnglättung und Steuerung dezentraler Investitionsentscheidungen bei sich gegenseitig ausschließenden Investitionsprojekten, September 2002
- No.98: **Volker Laux**, On the Value of Influence Activities for Capital Budgeting, September 2002
- No.97: **Gunter Löffler**, Avoiding the rating bounce: Why rating agencies are slow to react to new information, June 2002
- No.96: **Andreas A. Jobst**, Collateralized Loan Obligations (CLOs) – A Primer, December 2002
- No.95: **Günther Gebhardt/Rolf Reichardt/Carsten Wittenbrink**, Accounting for Financial Instruments in the Banking Industry, November 2002

- No.94: **Ulf Herold/Raimond Maurer**, Portfolio choice and estimation risk – A comparison of Bayesian approaches to resampled efficiency, June 2002
- No.93: **Olivia S. Mitchell/David McCarthy**, Annuities for an Ageing World, June 2002
- No.92: **Ulf Herold/Raimond Maurer**, How much foreign stocks? Classical versus Bayesian approaches to asset allocation, June 2002
- No.91: **Gunter Löffler/Patrick F. Panther/Erik Theissen**, Who Knows What When? – The Information Content of Pre-IPO Market Prices, June 2002
- No.90: **Reinhard Hujer/Sandra Vuletic/Stefan Kokot**, The Markov switching ACD model, April 2002
- No.89: **Markus C. Arnold/Robert M. Gillenkirch**, Stock Options as Incentive Contracts and Dividend Policy, April 2002
- No.88: **Anne d'Arcy /Sonja Grabensberger**, The Quality of Neuer Markt Quarterly Reports - an Empirical Investigation, January 2002
- No.87A: **Reinhard H. Schmidt/Ingo Tschach**, Microfinance as a Nexus of Incentives, May 2001
- No.87: **Reinhard H. Schmidt/Ingo Tschach**, Microfinance als ein Geflecht von Anreizproblemen, Dezember 2001 (erscheint in den Schriften des Vereins für Sozialpolitik, 2002)
- No.86: **Ralf Elsas/Yvonne Löffler**, Equity Carve-Outs and Corporate Control in Germany, December 2001
- No.85: **Günther Gebhardt/Stefan Heiden/Holger Daske**, Determinants of Capital Market Reactions to Seasoned Equity Offers by German Corporations, December 2001
- No.84: **Hergen Frerichs/Gunter Löffler**, Evaluating credit risk models: A critique and a proposal, October, 2001
- No. 83: **Ivica Dus/Raimond Maurer**, Integrated Asset Liability Modelling for Property Casualty Insurance: A Portfolio Theoretical Approach, October 2001 (erscheint in Handbuch Asset-Liability Management, hrsg. von M. Rudolph u.a.)
- No.82: **Raimond Maurer/Frank Reiner**, International Asset Allocation with Real Estate Securities in a Shortfall-Risk Framework: The Viewpoint of German and US Investors, September 2001
- No.81: **Helmut Laux**, Das Unterinvestitionsproblem beim EVA-Bonussystem, August 2001
- No.80: **Helmut Laux**, Bedingungen der Anreizkompatibilität, Fundierung von Unternehmenszielen und Anreize für deren Umsetzung, July 2001
- No. 79: **Franklin Allen/Douglas Gale**, Banking and Markets, July 2001
- No.78: **Joachim Grammig/Michael Melvin/Christian Schlag**, Price Discovery in International Equity Trading, July 2001
- No.77: **Joachim Grammig/Reinhard Hujer/Stefan Kokot**, Tackling Boundary Effects in Nonparametric Estimation of Intra-Day Liquidity Measures, July 2001

- No.76: **Angelika Esser / Christian Schlag** , A Note on Forward and Backward Partial Differential Equations for Derivative Contracts with Forwards as Underlyings, June 2001
- No.75: **Reinhard H. Schmidt/Marcel Tyrell/Andreas Hackethal**, The Convergence of Financial Systems in Europe, May 2001 (erscheint in: Schmalenbach Business Review, 2002)
- No.74: **Ulf Herold**, Structural positions and risk budgeting - Quantifying the impact of structural positions and deriving implications for active portfolio management, May 2001
- No.73: **Jens Wüstemann**, Mängel bei der Abschlußprüfung: Tatsachenberichte und Analyse aus betriebswirtschaftlicher Sicht, April 2001 (erschieden in: „Der Wirtschaftsprüfer als Element der Corporate Governance“, Zentrum für Europäisches Wirtschaftsrecht, Bonn 2001, S. 25-60)
- No.72: **Reinhard H. Schmidt**, The Future of Banking in Europe, March 2001(erscheint in Kapitalmarkt und Portfolio Management, 2002)
- No.71: **Michael H. Grote/Britta Klagge**, Wie global sind Japans Banken? Die Veränderung institutioneller Bedingungen und ihre Auswirkungen auf die internationale Präsenz japanischer Kreditinstitute, April 2001
- No.70: **Stefan Feinendegen/Eric Nowak**, Publizitätspflichten börsennotierter Aktiengesellschaften im Spannungsfeld zwischen Regelberichterstattung und Ad-hoc-Publizität - Überlegungen zu einer gesetzeskonformen und kapitalmarktorientierten Umsetzung, März 2001 (erscheint in: Die Betriebswirtschaft)
- No.69: **Martin F. Grace/Robert W. Klein/Paul R. Kleindorfer**, The Demand for Homeowners Insurance with Bundled Catastrophe Coverages, March 2001
- No.68: **Raimond Maurer/Martin Pitzer/Steffen Sebastian**, Konstruktion transaktions-basierter Immobilienindizes: Theoretische Grundlagen und empirische Umsetzung für den Wohnungsmarkt in Paris, Februar 2001
- No.67: **Gyöngyi Bugár/Raimond Maurer**, International Equity Portfolios and Currency Hedging: The Viewpoint of German and Hungarian Investors, February 2001 (erscheint in. ASTIN-Bulletin)
- No.66: **Rainer Brosch**, Portfolio-aspects in real options management, February 2001
- No.65a: **Marcel Tyrell/Reinhard H. Schmidt**, Pension Systems and Financial Systems in Europe:A Comparison from the Point of View of Complementarity, July 2001
- No.65: **Marcel Tyrell/Reinhard H. Schmidt**, Pensions- und Finanzsysteme in Europa: Ein Vergleich unter dem Gesichtspunkt der Komplementarität, Februar 2001 (erschieden in gekürzter Fassung in: „Private Versicherung und Soziale Sicherung“, Festschrift zum 60. Geburtstag von Prof. Dr. Dr. h.c. Roland Eisen, hrsg. von H.-C. Mager, H. Schäfer, K. Schröder, Metropolis: Marburg),
- No.64: **Jutta Dönges/Frank Heinemann**, Competition for Order Flow as a Coordination Game, January 2001
- No.63: **Eric Nowak/Alexandra Gropp**, Ist der Ablauf der Lock-up-Frist bei Neuemissionen ein kursrelevantes Ereignis, Dezember 2000 (erschieden in Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Februar 2002)

- No.62: **Ulrich Kaiser/Andrea Szczesny**, Einfache ökonometrische Verfahren für die Kreditrisikomessung: Verweildauermodelle, Dezember 2000
- No.61: **Ulrich Kaiser/Andrea Szczesny**, Einfache ökonometrische Verfahren für die Kreditrisikomessung: Logit- und Probit-Modelle, Dezember 2000
- No.60: **Andreas Hackethal**, How Unique Are US Banks? - The Role of Banks in Five Major Financial Systems, , December 2000 (erschieden in: Zeitschrift für Nationalökonomie und Statistik, Vol. 221, S. 592-619)
- No.59: **Rolf Elgeti/Raimond Maurer**, Zur Quantifizierung der Risikoprämien deutscher Versicherungsaktien im Kontext eines Multifaktorenmodells, Oktober 2000 (erschieden in: Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft 4/2000, S. 577- 603.)
- No.58: **Harald A. Benink/Reinhard H. Schmidt**, Towards a Regulatory Agenda for Banking in Europe, September 2000 (erschieden in: Research in Financial Services-Bank Crises: Causes, Analysis and Prevention, Vol.12, JAI Press-Elsevier Science, hrsg. von George G. Kaufman, 2000)
- No.57: **Thomas G. Stephan/Raimond Maurer/Martin Dürr**, A Multiple Factor Model for European Stocks, September 2000
- No.56: **Martin Nell/Andreas Richter**, Catastrophe Index-Linked Securities and Reinsurance as Substitutes, August 2000
- No.55: Four short papers on Development Finance, August 2000
- Reinhard H. Schmidt**, Entwicklungsfinanzierung; (erschieden in: Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 3. Aufl., hrsg. von Wolfgang Gerke und Manfred Steiner, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2001)
- Reinhard H. Schmidt**, Banking Regulation contra Microfinance; (erschieden in: Savings and Development, Vol. 24 (2000) , S.111-121.)
- Ingo Tschach**, The Impact of Inflation on Long-Term Housing Loans;
- Eva Terberger-Stoy/Marcel Tyrell, Joseph E. Stiglitz** (erschieden in: Entwicklung und Zusammenarbeit, 41. Jahrgang (2000), S. 46-49)
- No.54: **Raimond Maurer/Thomas G. Stephan**, Vermögensanlagevorschriften für deutsche Versicherungsunternehmen: Status Quo und finanzwirtschaftliche Bewertungen, Juli 2000 (erschieden in: Handbuch Spezialfonds (hrsg. von J.M. Kleeberg und C. Schlenger), Bad Soden 2000, S. 143-176.),
- No.53: **Joachim Grammig/Reinhard Hujer/Stefan Kokot**, Bias-free Nonparametric Estimation of Intra-Day Trade Activity Measures, June 2000
- No.52: **Raimond Maurer / Steffen Sebastian / Thomas G. Stephan**, Immobilienindizes im Portfolio-Management, Mai 2000 (erscheint in Deutscher Aktuarverein (Hrsg.): Investmentmodelle für das Asset-Liability-Modelling von Versicherungsunternehmen, 2002)
- No.51: **Raimond Maurer / Steffen Sebastian**, Inflation Risk Analysis of European Real Estate Securities, Mai 2000 (erscheint in: Journal of Real Estate Research, 2002)

- No.50: **Andreas Hackethal / Reinhard H. Schmidt**, Finanzsysteme und Komplementarität, April 2000 (erschienen in: Kredit und Kapital, Beiheft 15 "Neue finanzielle Arrangements: Märkte im Umbruch", 2000, S. 53-102)
- No.49: **Mark Wahrenburg/ Susanne Niethen**, Vergleichende Analyse alternativer Kreditrisikomodelle, April 2000 (erschieden in: Kredit und Kapital, Heft 2, 2000)
- No.48: **Christian Leuz**, IAS versus US GAAP: A "New Market" Based Comparison, January 2000
- No.47: **Ralf Elsas/ Mahmoud El-Shaer/ Erik Theissen**, Beta and Returns Revisited – Evidence from the German Stock Market, December 1999
- No.46: **Michael H. Grote/Sofia Harrschar-Ehrnborg/Vivien Lo**, Technologies and Proximities: Frankfurt's New Role in the European Financial Centre System, December 1999
- No.45: **Reinhard H. Schmidt/Adalbert Winkler**, Building Financial Institutions Developing Countries, November 1999 (erschienen in: "Journal für Entwicklungspolitik", XVI/3, 2000, S. 329-346)
- No.44: **Konstantin Korolev/Kai D. Leifert/ Heinrich Rommelfanger**, Arbitragetheorie bei vagen Erwartungen der Marktteilnehmer, November 1999
- No.43: **Reinhard H. Schmidt/Stefanie Grohs**, Angleichung der Unternehmensverfassung in Europa –Ein Forschungsprogramm, November 1999 (erschieden in: Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts, hrsg. von Stefan Grundmann, Tübingen: Mohr Siebeck, 2000, S. 146-188)
- No.42: **Konstantin Kovolev/Kai D. Leifert/ Heinrich Rommelfanger**, Optionspreistheorie bei vagen Daten, Oktober 1999
- No.41: **Christian Leuz/Robert E. Verrecchia**, The Economic Consequences of Increased Disclosure (erscheint in: Journal of Accounting Research, Supplement 2000), June 2000
- No.40: **Christian Leuz**, The Development of Voluntary Cash Flow Statements in Germany and the Influence of International Reporting Standards, July 1999 (erschieden in: Schmalenbach Business Review, Vol. 52 (2), April, 2000, S. 182-207.)
- No.39: **Ulrike Stefani**, Quasirenten, Prüferwechsel und rationale Adressaten, Juni 1999
- No.38: **Michael Belledin/Christian Schlag**, An Empirical Comparison of Alternative Stochastic Volatility Models, June 1999
- No.37: **Jens Wüstemann**, Internationale Rechnungslegungsnormen und neue Institutionenökonomik, Mai 1999
- No.36: **Robert Gillenkirch/Matthias M. Schabel**, Die Bedeutung der Periodenerfolgsrechnung für die Investitionssteuerung – Der Fall ungleicher Zeitpräferenzen, April 1999 (die überarbeitete Fassung "Investitionssteuerung, Motivation und Periodenerfolgsrechnung bei ungleichen Zeitpräferenzen" erscheint voraussichtlich 2001 in der ZfbF)
- No.35: **Reinhard H. Schmidt**, Differences between Financial Systems in Europe: Consequences for EMU, April 1999 (erschieden in "The Monetary Transmission

- Mechanism: Recent Developments and Lessons for Europe", hrsg. v. Deutsche Bundesbank, Houndsmill (UK), 2001, S. 208-240)
- No.34: **Theodor Baums/Erik Theissen**, Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und Aktienemissionen, März 1999 (erschieden in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 11 (1999), Heft 3, S. 125-134)
- No.33: **Andreas Hackethal/Reinhard H. Schmidt**, Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results, May 2000
- No.32: **Michael H. Haid/Eric Nowak**, Executive compensation and the susceptibility of firms to hostile takeovers – An empirical investigation of the U.S. oil industry, March 1999
- No.31: **Reinhard H. Schmidt/Jens Maßmann**, Drei Mißverständnisse zum Thema "Shareholder Value", Februar 1999 (erschieden in Kumar/ Osterloh/ Schreyögg (Hrsg.): Unternehmensethik und die Transformation des Wettbewerbs, Festschrift für Professor Dr. Dr. h. c. Horst Steinmann zum 65. Geburtstag, 1999, Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart, S.125-157)
- No.30: **Eberhard Feess/Michael Schieble**, Credit Scoring and Incentives for Loan Officers in a Principal Agent Model, January 1999
- No.29: **Joachim Grammig/Dirk Schiereck/Erik Theissen**, Informationsbasierter Aktienhandel über IBIS, Januar 1999 (erscheint in überarbeiteter Fassung in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung)
- No.28: **Ralf Ewert/Eberhard Feess/Martin Nell**, Auditor Liability Rules under Imperfect Information and Costly Litigation – The Welfare Increasing Effect of Liability Insurance, January 1999 (erschieden in European Accounting Review)
- No.27: **Reinhard H. Schmidt/Gerald Spindler**, Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity, March 2000 (erscheint in: Jeffrey Gordon & Mark Roe, eds.: Convergence and Persistence of Corporate Governance Systems, University of Chicago Press, 2001)
- No.26: **Thorsten Freihube/Carl-Heinrich Kehr/Jan P. Krahnert/Erik Theissen**, Was leisten Kursmakler? Eine empirische Untersuchung am Beispiel der Frankfurter Wertpapierbörse, Dezember 1998 (erschieden in: Kredit und Kapital, 32(1999), Heft3, S. 426-460.
- No. 25: **Jens Maßmann/Reinhard H. Schmidt**, Recht, internationale Unternehmensstrategien und Standortwettbewerb, December 1998 (erschieden in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, Band 18, hrsg. von K.-E. Schenk u.a., Tübingen 2000, S. 169-204)
- No. 24: **Eberhard Feess/Martin Nell**, The Manager and the Auditor in a Double Moral Hazard Setting: Efficiency through Contingent Fees and Insurance Contracts, December 1998
- No. 23: **Carl-Heinrich Kehr/Jan P. Krahnert/Erik Theissen**, The Anatomy of a Call Market: Evidence from Germany, December 1998
- No. 22: **Christian K. Muus**, Non-voting shares in France: An empirical analysis of the voting premium, December 1998
- No. 21: **Christian Leuz**, Voluntary Disclosure of Cash Flow Statements and Segment Data in Germany, September 1998

- No. 20: **Anne D'Arcy**, The Degree of Determination of National Accounting Systems – An Empirical Investigation, September 1998
- No. 19: **Helmut Laux**, Marktwertmaximierung und CAPM im Ein- und Mehrperioden-Fall, September 1998 (erschienen in Unternehmensführung, Ethik und Umwelt, Festschrift zum 65. Geburtstag von Hartmut Kreikebaum, hrsg. von Gerd-Rainer Wagner, Wiesbaden 1999, S. 226-251)
- No. 18: **Joachim Grammig/Reinhard Hujer/Stefan Kokot/Kai-Oliver Maurer**, Ökonometrische Modellierung von Transaktionsintensitäten auf Finanzmärkten; Eine Anwendung von Autoregressive Conditional Duration Modellen auf die IPO der Deutschen Telekom, August 1998
- No. 17: **Hanne Böckem**, An Investigation into the Capital Market Reaction on Accounting Standards Enforcement, July 1998
- No. 16: **Erik Theissen**, Der Neue Markt: Eine Bestandsaufnahme, April 1998 (erschienen in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Heft 4/98, S. 623-652)
- No. 15: **Jan Pieter Krahn**, Finanzierungstheorie: Ein selektiver Überblick, April 1998 (englische Fassung erschienen in "Gutenberg Centennial", hrsg. von Horst Albach, Berlin, 2000)
- No. 14: **Erik Theissen**, Liquiditätsmessung auf experimentellen Aktienmärkten, April 1998 (erschienen in: Kredit und Kapital, 32(1999), Heft 2, S. 225-264)
- No. 13: **Reinhard H. Schmidt**, Erich Gutenberg und die Theorie der Unternehmung, February 1998 (englische Fassung erschienen in "Theory of the Firm", hrsg. von Horst Albach u.a., Berlin 2000, S. 3-39)
- No. 12: **Adalbert Winkler**, Financial Development, Economic Growth and Corporate Governance, February 1998 (erschienen in: Asian Financial Markets, hrsg. von Lukas Menkhoff/Beate Reszat, Baden-Baden 1998, S. 15-44)
- No. 11: **Andreas R. Hackethal/Marcel Tyrell**, Complementarity and Financial Systems – A Theoretical Approach, December 1998
- No. 10: **Reinhard H. Schmidt/Andreas Hackethal/Marcel Tyrell**, Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An International Comparison, January 1998 (erschienen in: Journal of Financial Intermediation, Vol. 8, 1999, S.37-67)
- No. 9: **Stefan Heiden/Günther Gebhardt/Irmelin Burkhardt**, Einflußfaktoren für Kursreaktionen auf die Ankündigung von Kapitalerhöhungen deutscher Aktiengesellschaften, December 1997
- No. 8: **Martin Nell**, Garantien als Signale für die Produktqualität?, November 1997 (erscheint in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung)
- No. 7: **Robert M. Gillenkirch**, Anreizwirkungen und Bewertung von Erfolgsbeteiligungen im Portefeuillemanagement, November 1997 (erschienen in: ZfB, Sonderheft Finanzmanagement 1999)
- No. 6: **Reinhard H. Schmidt/C.-P. Zeitinger**, Critical Issues in Microbusiness Finance and the Role of Donors, October 1997 (erschienen in: Strategic Issues in Microfinance, ed. by Kimenyi/Wieland/Von Pischke, Averbury, UK, 1998, S. 27-51)

- No. 5: **Erik Theissen/Mario Greifzu**, Performance deutscher Rentenfonds, September 1997 (erschienen in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 50. Jg., 1998, S. 436-461)
- No. 4: **Jan Pieter Krahn/Martin Weber**, Marketmaking in the Laboratory: Does Competition Matter?, September 1997
- No. 3: **Reinhard H. Schmidt**, Corporate Governance: The Role of Other Constituencies, July 1997 (erschienen in: Pezard, Alice;Thiveaud, Jean-Marie (Hrsg.): Corporate Governance: Cross Border Experience, Paris, 1997, S. 61-74)
- No. 2: **Ralf Ewert/Christian Ernst**, Strategic Management Accounting, Coordination and Long-term Cost Structure, July 1997 (erschienen unter dem Titel "Target Costing, Coordination and Strategic Cost Management" in European Accounting Review, Vol.8, No.1 (1999), S. 23-49)
- No. 1: **Jan P. Krahn/Christian Rieck/Erik Theissen**, Insider Trading and Portfolio Structure in Experimental Asset Markets with a Long Lived Asset, July 1997 (erschienen in European Journal of Finance, Vol. 5, Nr. 1, March 1999, S. 29-50)

Kontaktadresse für Bestellungen:

Professor Dr. Reinhard H. Schmidt
Wilhelm Merton Professur für
Internationales Bank- und Finanzwesen
Mertonstr. 17
Postfach 11 19 32 / HPF66
D-60054 Frankfurt/Main

Tel.: +49-69-798-28269

Fax: +49-69-798-28272

e-mail: rschmidt@wiwi.uni-frankfurt.de

<http://www.finance.uni-frankfurt.de/schmidt/WPs/wp/wpliste.html>

Mit freundlicher Unterstützung der Unternehmen der Sparkassen-
Finanzgruppe Hessen-Thüringen.